

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 20051300932

UDC

厦门大学

硕 士 学 位 论 文

关于人民币私募股权基金的
制度设计的探讨

Discussion on System Design of RMB Private Equity Fund

朱 剑 峰

指导教师姓名: 江曙霞 教授

专 业 名 称: 金 融 学

论文提交日期: 2008 年 3 月

论文答辩时间: 2008 年 5 月

学位授予日期: 2008 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2008 年 3 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。

2、不保密（ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名：

日期： 年 月 日

导师签名：

日期： 年 月 日

摘 要

2006 年 12 月渤海产业投资基金的亮相引起各界对人民币私募股权基金的前所未有的关注。相对于“境外筹资、境外退出”的外资私募股权基金而言，人民币私募股权基金特点在于“境内筹资、境内退出”，既可以规避国家对于外资并购的限制，又可以拓展国内资金的投资渠道以缓解流动性过剩压力，是目前我国政府鼓励发展的投资模式，也是我国私募股权基金未来的发展方向。本文关注的是人民币私募股权基金的制度设计问题，这种制度设计既要保证人民币私募股权基金的运行效率，又要妥善处理好人民币私募股权基金与政府之间的关系。

本文首先对国内外相关研究现状进行评述，对人民币私募股权基金与其它易混淆的概念进行辨析，以及发展人民币私募股权基金的现实意义进行了说明。

接着，本文借鉴已有的研究成果并根据中国制度环境现状来探讨人民币私募股权基金的制度设计的两方面内容：

（一）委托—代理问题的防范机制。使用信息经济学的委托—代理理论来讨论私募股权基金与投资项目企业之间、投资者与基金管理人之间的逆向选择问题和道德风险问题的防范机制，进而对三种可行的组织形式进行比较分析，探讨不同组织形式之间的优势互补，并结合渤海产业基金的案例分析组织形式的选择问题；

（二）处理与政府的关系。使用政府效用函数理论来分析政府的行为，进而探讨人民币私募股权基金在市场化运作过程中如何处理与政府的关系，分析了既可发挥政府的效率偏好，又能限制政府的租金偏好的政府引导基金模式，并结合天津滨海新区创业风险投资引导基金的案例进行分析。

关键词： 私募股权；制度设计；委托—代理；政府

Abstract

The appearance of Bohai Industry Investment Fund in December 2006 made people pay much more attention than ever to RMB private equity funds. Different from foreign private equity funds with both funding and withdrawal of investments abroad, RMB private equity funds are raised and withdraw their investments at home. Building RMB private equity funds not only help to avoid national restrictions for foreign mergers and acquisitions, but also help to expand domestic investment channels and to ease the pressure of excess liquidity. So it is encouraged by China. This paper concerned the system design of RMB private equity funds, which should ensure the operational efficiency of RMB private equity funds and should properly handle the relationship between RMB private equity funds and the government.

Firstly, this paper made comments on current situation of domestic and foreign study on system design of private equity funds, then described the definition of RMB private equity fund, identifying it from other concepts which are easily confused. This paper also introduced the advantages of RMB private equity funds in China.

Secondly, in light of existing study achievements and practical system environment, this paper discussed the two aspects of system design of RMB private equity funds.

One aspect is about how to prevent agency problem. This paper used the principal-agent theory of information economics to discuss the mechanisms to prevent problems of adverse selection and moral hazard, which exist between private equity funds and investment-target enterprises, and between investors and managers of private equity funds. This paper also compared three available organizational forms by analyzing both advantages and disadvantages of each one, and took Bohai Industry Investment Fund as an example to analyze the selection of organizational form of private equity funds.

The other is about how to deal with government. This paper used government utility theory to analyze the motives of government acts. Based on the analysis, this paper discussed how to handle the relationship between RMB private equity funds and government. Then this paper introduced the government leading fund for PE, which was considered the most proper mode to reflect government preference of efficiency and to limit government preference of rent. This paper also made an analysis on the case of Tianjin Binhai-zone leading fund for venture capital.

Key Words: Private Equity; System design; Principal-Agent; Government

目 录

1 绪论	1
1.1 研究的背景和目的	1
1.2 国内外相关研究文献综述	2
1.3 研究方法、内容结构、创新之处和不足之处	4
2 人民币私募股权基金的一般介绍	6
2.1 人民币私募股权基金的概念辨析	6
2.2 人民币私募股权基金的现实意义	9
3 人民币私募股权基金的制度设计之一：防范双重“委托-代理”问题	13
3.1 “委托-代理”问题及其防范机制的理论阐述	13
3.2 人民币私募股权基金与投资项目企业之间的制度设计	15
3.3 人民币私募股权基金的投资者与基金管理人之间的制度设计	18
3.4 人民币私募股权基金的组织形式的选择	22
3.5 人民币私募股权基金的制度设计的创新	30
3.6 案例分析——渤海产业基金的组织形式	32
4 人民币私募股权基金的制度设计之二：处理与政府的关系	34
4.1 政府行为的分析	34
4.2 人民币私募股权基金的政府引导基金的制度设计	36
4.3 制度环境的支持及政府引导基金的发展	38
4.4 案例分析——天津滨海新区创业风险投资引导基金	39
5 结束语	41
参考文献	42
后 记	45

Contents

1	Introduction	1
1.1	Background and Purpose of Study	1
1.2	Comments on Domestic and Foreign Literatures	2
1.3	Study Methods, Framework, Innovations and Issues Requiring further study	4
2	General Introduction about RMB Private Equity Funds	6
2.1	Definition and Connotation of RMB Private Equity Funds	6
2.2	Practical Significance of RMB Private Equity Funds	9
3	RMB Private Equity Funds' System Design I to Prevent Double Agency Problem.....	13
3.1	Theoretical Explanations on Agency Problem	13
3.2	System Design between RMB Private Equity Funds and Investment-Target Enterprises.....	15
3.3	System Design between Investors and Managers of RMB Private Equity Funds	18
3.4	Selection of Organizational Forms of RMB Private Equity Funds.....	22
3.5	Innovation of System Design of RMB Private Equity Funds	30
3.6	Case Analysis on Bohai Industry Investment Fund.....	32
4	RMB Private Equity Funds' System Design II to Deal with Government	34
4.1	Analysis on Government Act	34
4.2	System Design of Leading Fund for RMB Private Equity Funds	36
4.3	Support from System Environment and Development of Leading Fund	38
4.4	Case Analysis on Tianjin Binhai- Zone Leading Fund for Venture Capital	39
5	Conclusion	41
	References.....	42
	Postscript.....	45

厦门大学博硕士论文摘要库

1 绪论

1.1 研究的背景和目的

1.1.1 研究的背景

人民币私募股权基金，是指通过募集人民币资金而发起的私募股权基金，并最终在境内上市退出，有别于在境外以外币融资并在境外退出的外资私募股权基金。建立人民币私募股权基金既可以规避国家对于外资并购的限制，又可以拓展国内资金的投资渠道，是目前我国政府鼓励发展的投资模式，也是我国私募股权基金未来的发展方向。

近年来，私募股权基金的作用得到全国上下越来越多的重视，私募股权基金在国内有了迅猛的发展。据估计，活跃于我国资本市场上的内资和外资私募股权基金投资比例约为 1：9^①。外资私募股权基金多采取境外募集、境内投资、境外上市这种“两头在外”的红筹模式运作。这种运作模式，往往引发政府对资产外流、逃税、逃汇等问题的疑虑（高能资本有限公司，2007）。2005 年国家外汇管理局出台的《关于境内居民通过境外特殊目的公司融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》及 2006 年商务部等六部委公布修订的《关于外国投资者并购境内企业的规定》，外资私募股权基金“两头在外”的红筹模式受到监管层越来越多限制，其运行成本也大为增加。

而发展人民币私募股权基金已初步具备条件：一是 2006 年 1 月 1 日新修订实施的《证券法》、《公司法》和 2007 年 6 月 1 日生效的《合伙企业法》，为股权基金及有限合伙制股权基金的设立提供了法律依据。二是 2006 年 3 月 1 日生效的《创业投资企业管理暂行办法》修改了许多既有法律法规的“不友好条款”，为创业投资企业提供了特殊的法律保护和政策支持。三是资本市场股权分置问题的基本解决和多层次资本市场建设的加快，为股权基金的投资和退出提供了更多机会。四是国内资金充裕，个人与社会财富得到迅速积累，以及中国政府强调国

^①在 2007 年 9 月 6 日于厦门举行的 2007 中国私募股权基金高峰会上，中国人民银行副行长吴晓灵发来的演讲稿认为，目前在中国，内资和外资私募股权基金投资比例约为 1：9，人民币私募股权基金有着巨大的发展前景。

际收支平衡的政策取向，也为人民币股权基金创造了发展时机和基础条件。

在这样的背景下，人民币私募股权基金逐渐成为业界和学术界讨论的热点。特别是 2006 年 12 月第一只人民币私募股权基金——渤海产业投资基金的亮相，更是引起各界对人民币私募股权基金的前所未有的关注。

1.1.2 研究的目的

基于对人民币私募股权基金及其产生背景的这些认识，本文把人民币私募股权基金当作主要的研究对象。在政府主导型社会，一种金融制度安排的设计方案通常面临这样的问题：既需要采用市场化运行机制来解决委托—代理问题以保证其运行效率，又需要政府的支持来促进发展，而政府的支持若演变成不合理干预的话又将干扰其运行效率。

本文探讨人民币私募股权基金在既有制度环境下得以有效运行的制度设计的方案，主要解决两个问题：如何在市场化运作时防范委托—代理问题，以及在此过程中如何处理与政府的关系。因此，本文对私募股权基金的制度设计的讨论主要包括这两个方面：

（一）考虑人民币私募股权基金的运行效率，主要是如何解决双重委托—代理问题，一是私募股权基金与投资项目企业之间的委托—代理问题的防范机制；二是私募股权基金内部的投资者与基金管理人之间的委托—代理问题的防范机制。

（二）考虑政府的作用空间，主要是如何处理市场化运作的人民币私募股权基金与政府的关系，一方面发挥政府的支持作用，一方面限制政府的不合理干预。

1.2 国内外相关研究文献综述

1.2.1 关于私募股权基金的一般介绍的研究文献

国外的研究侧重于私募股权基金的国际上流行的运行机制和组织形式。Prowse（1998）^[2]认为私募股权基金的出现正是为了解决企业融资中遇到的选择问题和激励问题，并且对有限合伙型私募股权基金的激励机制和约束机制进行全面分析。Fenn 和 Liang（1998）^[3]从小企业融资的角度关注私募股权基金，认为私募股权基金是小企业融资的一种创新，同时总结了关于私募股权研究的依赖于

已有数据资料的已有成果，并指出已有数据难以解决的一些比较重要的问题。

国内的研究一方面是对国外私募股权基金的做法的介绍和借鉴，另一方面是对国内人民币私募股权基金进行探讨。欧阳卫民（1997）^[4]研究了当时条件下发展产业投资基金的可行性，并提出政策建议，受当时认识的影响，主要以创业风险投资为研究对象，对国外产业投资基金的介绍也以创业投资为主。李康、顾宇萍、恽铭庆（1999）^[5]从理论和实务层面较全面地介绍产业投资基金，强调产业投资基金的“扶持特定产业”的使命。季敏波（2000）^[6]以专著形式较系统地对产业投资基金进行研究，并且分析了产业投资基金的运作机制和发展环境，主张充分发挥市场规律的作用。盛立军（2003）^[7]较早开宗明义地介绍私募股权基金，其专著《私募股权与资本市场》把私募股权与银行信贷、债券市场、股票市场并列为资本市场的四大子系统，从这个角度出发全面介绍私募股权。

1.2.2 关于私募股权基金的委托—代理问题的防范机制的研究文献

Metrick 和 Yasuda（2007）^[8]运用最新的数据及模型分析了私募股权的经济含义，着重分析私募股权投资的两大部分——创业投资基金与并购投资基金的报酬机制与基金管理人的行为的区别。Gompers 和 Lerner（2002）^[9]对私募股权基金的报酬机制、声誉机制、分阶段投资机制、有限合伙协议的内容、公司制与有限合伙制的比较等一系列问题进行了深入的研究。

范柏乃（2005）^[10]分析了创业风险投资的运行机制、组织形式、设立方式和资本供给、退出渠道、市场监管等方面的法律制度环境，并提出法律制度建设的建议。孙爱英（2007）^[11]对私募股权基金的组织形式、融资渠道、退出渠道、监管体系、跨国并购审查机制等方面的立法提出建议。

田宇（2004）^[12]对创业投资基金的三种主要组织形式公司制、信托制和有限合伙制进行分析比较，探讨了现实条件下比较有效的治理机制的选择，同时，进行了某个创业投资基金案例的实证分析。李建伟（2007）^[13]研究了采取有限合伙制作为中国私募股权基金组织形式的可行性及相应的法律制度支持。李建华、张立文（2007）^[14]则主张以信托（契约）制作为中国私募股权基金的主要组织形式。

1.2.3 关于私募股权基金与政府的关系的研究文献

Lerner（1999）^[15]对美国 SBIR 计划的正面与负面作用进行分析，指出政府

在支持创业投资中可能存在的弊端。Lerner (2004)^[16]则关注了私募股权基金在发展中国家的发展状况,并从法律渊源角度分析比较了私募股权基金的制度设计在普通法系国家与大陆法系国家的异同。Thompson 和 Bayer (1992)^[17]对政府自我管理型的创业投资基金与政府委托管理型的创业投资基金的目标、资金数量和来源、组织与管理、投资组合、对初创企业的经济影响、就业效应进行比较分析并探讨政府的作用空间。

张永衡 (2002)^[18]从制度经济学的产权制度的视角研究风险投资,指出中国创业投资的政府主导型的特征及其弊端,并提出产权制度创新的建议。刘健钧 (2004)^[19]提出,要实现创业投资政策扶持机制由“政府直接出资从事创业投资”向“政府间接引导民间资金从事创业投资”转变。李万寿 (2006)^[20]对创业资本引导基金的运作机理进行研究,认为引导基金的形式可以体现政府对创业投资的支持但不主导的原则。

1.3 研究方法、内容结构、创新之处和不足之处

1.3.1 研究方法

本文分别运用信息经济学的委托一代理理论和制度经济学的政府效用理论来分析人民币的私募股权基金的制度设计的经济学意义。同时,本文以具体的人民币私募股权基金的案例来说明相应类型的制度设计的考虑。

1.3.2 内容结构

本文的内容结构如下:

第一章是导论,阐述研究的背景、目的,对国内外相关研究现状进行评论,并介绍本文研究方法、内容结构、创新之处和不足之处。

第二章是关于人民币私募股权基金的一般介绍,主要包括人民币私募股权基金的概念辨析,以及发展人民币私募股权基金的意义。

第三章是探讨人民币私募股权基金的制度设计的第一方面内容,即如何防范双重委托一代理问题。本章利用信息经济学的委托一代理理论框架来讨论私募股权基金与投资项目企业之间、投资者与基金管理人之间的逆向选择问题和道德风险防范问题的防范机制,并结合渤海产业基金的案例分析组织形式的选择问题。

第四章是探讨人民币私募股权基金的制度设计的另一方面内容,即如何处理与政府的关系。本章使用政府效用函数理论来分析政府的行为,进而探讨人民币私募股权基金在市场化运作过程中如何处理与政府的关系,分析了既可发挥政府的效率偏好,又能限制政府的租金偏好的政府引导基金模式,并结合天津滨海新区创业风险投资引导基金的案例进行分析。

第五章是结束语。既回顾了本文对人民币私募股权基金的制度设计的探讨,也展望了人民币私募股权基金未来发展模式。

1.3.3 本文的创新之处

概念辨析。本文注意到业界和学术界对人民币私募股权基金与其他相近概念的混淆,为此逐一列出,进行详细辨析。相信这将有助于人们对私募股权基金更加清晰的了解。

研究的内容。本文以人民币私募股权基金以研究对象,并且比较全面地使用信息经济学和制度经济学理论探讨制度设计的这两方面内容。

本文的观点。本文对全盘接受有限合伙制作为人民币私募股权基金的主流组织形式的观点提出质疑,指出有限合伙制在目前面临的制度环境的不足,强调制度环境是组织形式选择考虑的重要因素。本文探讨了制度设计的创新——有限合伙制与公司制的结合。本文也提出,政府应该以“基金的基金”形式间接参与人民币私募股权投资。

1.3.4 本文的不足之处

本文对政府引导基金本身的治理结构及运作模式没有进行更深入的分析,这个问题有待进一步研究。

2 人民币私募股权基金的一般介绍

2.1 人民币私募股权基金的概念辨析

2.1.1 人民币私募股权基金的内涵

（一）人民币私募股权基金的制度内涵。

私募股权基金作为一种企业，它具有契约性质（科斯，1937）。私募股权基金作为投资基金，是一种集合投资制度。在中国人民银行颁布的《投资基金管理试行办法》中，将投资基金明确界定为“一种集合投资制度”。刘健钧（2004）^[19]认为，投资基金是一种从“单个投资计划”发展起来的“集合投资计划”。

（二）人民币私募股权基金的定义与内容。

私募股权基金是指通过私募形式对非上市企业或上市企业的非登记股权进行的权益性投资的基金。人民币私募股权基金，是指通过在境内募集人民币资金而发起、并最终在境内上市退出的私募股权基金，有别于在境外以外币融资并在境外退出的外资私募股权基金。

私募股权基金可以根据投资阶段和方式不同，进一步划分为创业投资基金（venture capital fund）、收购基金（buyout fund）、夹层投资基金（mezzanine fund，也称麦泽恩基金）、基金的基金（fund of fund）和直接投资基金（direct investment fund）、上市后私募投资（private investment in public equity，即 PIPE）等等。其中，创业投资基金主要为起步阶段的企业提供资金；收购基金则专注于收购成熟企业，然后重组企业、改善经营管理，使其增值后再出售或上市，获利撤出资本；夹层投资基金是风险投资后续资金的重要来源，其特点是回报和风险处于（风险较高的）股权投资和（风险较低的）优先债务（如债券和贷款）之间，属公司资本结构的中层，因而谓之“夹层”；基金的基金是指以其他基金为投资对象的基金。上市后私募投资是指对上市企业的非登记股权进行股权投资的私募基金。

2.1.2 人民币私募股权基金的主要参与者

投资者，是指私募股权基金的资本提供者，包括养老金、商业银行等机构投

资者以及富裕的个人。

基金管理人，是指接受投资者委托，管理私募股权基金的具有专业投资经验的机构或个人。

投资项目企业，是指被私募股权基金选定，准备或已接受股权投资的企业，包括创业企业、需重组企业等。

2.1.3 私募股权基金与其它概念的辨析

国内的学术界和实践者经常把私募股权基金与其它概念相混淆，因此，辨析这一概念的内涵与外延是相当重要的。

（一）私募股权基金与私募证券基金的区别

国际上将私募基金区分为私募证券基金和私募股权基金。私募证券基金投资于上市流通的证券，重在获得股票的市场收益。私募股权投资主要投资未上市的企业股权，重在获取企业成长的增值收益。

私募证券基金投资于上市证券，包括对冲基金。在中国，私募证券基金因做庄操纵股市而名声不佳；国际上，对冲基金也因对东南亚等市场的冲击也鲜有美名。而私募股权基金主要投资未上市的企业股权，伴随企业成长的不同发展阶段培育公开上市的企业资源。目前，中国监管层鼓励发展的是私募股权基金而非私募证券基金。

（二）私募基金与公募基金的差别

与公募基金相比较而言，其存在以下特点：（1）募集方式不同，公募基金公开发行，而私募基金通过非公开、私人联系的方式；（2）募集对象不同，公募基金面向广大的普通公众投资者，私募基金则针对少数特定的投资者；（3）信息披露要求不同，公募基金要遵循非常严格的信息披露要求，包括投资目标、投资组合等信息，而私募基金只须满足特定投资者的要求即可。

（三）私募股权基金与产业投资基金的区别

产业基金是一个中国化的概念，也是一个歧义最多的概念。早在 1995 年，国家计委即开始对产业投资基金有关问题进行研究。当时对产业投资基金的定义是指借鉴国际创业投资基金运作机制，结合我国实际，主要以非公开流通的股权投资方式直接投资于产业领域的一种集合投资制度（张东生，刘健钧，2000）^[21]。

《产业投资基金试点管理办法》草案将产业投资基金定义为，在境内以产业投资

基金名义，通过私募形式主要向特定机构投资者筹集资金设立的产业投资基金，由基金管理人管理，在境内主要从事未上市企业股权投资活动。办法认定的“特定机构投资者”包括国有企业、国家控股的商业银行、保险公司、信托投资公司、证券公司等金融机构，以及全国社保基金理事会等机构投资者。

江曙霞（2007）^[22]认为，产业投资基金实际上是国内对国际上私募股权基金的发展与变形。两者之间既有联系又有区别：产业投资基金是由政府主导成立、引导向特定产业实体的投资；产业投资基金的资金运用主要投资于政府倡导的或倾斜支持的产业；产业投资基金有一定的区域目标和要求；产业投资基金的资金来源主要由国有资本组成。私募股权基金是面向“富人”，即少数相互关系密切的有实力的投资者，所谓富人圈子中的游戏；而产业投资基金系由政府主导，因此资金来源主要是国有企业和机构的投资。如渤海产业投资基金是以契约方式，向国内实力雄厚的国有金融企业和投资机构募集资金，其募资对象包括全国社保基金理事会、国家开发银行、国家邮政储汇局、天津市津能投资公司、中银集团投资有限公司、中国人寿保险(集团)公司、中国人寿保险股份有限公司等。

因此，产业投资基金不能被简单地等同于私募股权基金，其发起组织、运营管理和监管制度等必然与私募股权基金的发起组织、运营管理和监督制度有显著的区别。

（四）私募股权基金与创业投资基金的区别

1996年，世界经济合作组织科技政策委员会在一份题为《创业投资与创新》的研究报告中，将创业投资定义为一种向极具发展潜力的新建企业或中小企业提供股权资本的投资行为。从上文私募股权基金的定义可以看出，创业投资基金是私募股权基金的一个重要内容。这里需要说明的是，私募股权基金有广义和狭义之分，广义的私募股权投资为涵盖企业首次公开发行股票（IPO）前各阶段的权益投资，即对IPO前从种子期到成熟期的企业进行的投资；狭义的私募股权投资主要指对已经形成一定规模并产生稳定现金流的成熟企业的权益投资。也就是说，广义的私募股权基金包括创业风险投资基金，而狭义的私募股权基金则不包括。在美国，一般认为私募股权基金（PE）起源于创业投资基金（VC），且涵盖创业投资（VC），即使用广义的定义；在中国，私募股权投资则多指对已经形成一定规模的，并产生稳定现金流的成熟企业的私募股权投资部分，与创业投资相

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库